

非金融公司|公司深度|伟星新材 (002372)

# 家装管材龙头再变革，兼具价值与成长



## | 报告要点

公司是国内 PPR 管道龙头，深耕家装零售领域造就持续增长、高盈利水平、高运营效率的经营模式，“星管家”打造“产品+服务”商业模式，公司品牌建设效果持续显现。“同心圆”拓品类成效显著、渠道持续完善，新阶段的“系统集成”战略进一步拓展公司增长天花板。公司上市 14 年归母净利增长超 7 倍，累计自由现金流为净利润的 76%，累计分红占净利润比例 77%，是装修建材消费品化的标杆。投资价值角度，我们认为公司兼具价值与成长特征。

## | 分析师及联系人



武慧东



朱思敏

SAC: S0590523080005 SAC: S0590524050002

## 伟星新材(002372)

# 家装管材龙头再变革，兼具价值与成长

行业： 建筑材料/装修建材  
投资评级： 买入（首次）  
当前价格： 12.00 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,592/1,471  
流通 A 股市值(百万元) 17,650.30  
每股净资产(元) 2.99  
资产负债率(%) 24.04  
一年内最高/最低(元) 18.85/10.40

### 股价相对走势



### 相关报告



扫码查看更多

### 投资要点

公司是国内 PPR 管道龙头，深耕家装零售领域造就持续增长、高盈利水平、高运营效率的经营模式，“星管家”打造“产品+服务”商业模式，公司品牌建设效果持续显现。“同心圆”拓品类成效显著、渠道持续完善，新阶段的“系统集成”战略进一步拓展公司增长天花板。公司上市 14 年归母净利润增长超 7 倍，累计自由现金流为净利润的 76%，累计分红占净利润比例 77%，是装修建材消费品化的标杆。投资角度，我们认为公司兼具价值和成长特征。

#### ➤ 深耕 PPR 家装零售市场，持续深化扁平渠道建设

公司专注零售市场，深耕 PPR，持续深化渠道扁平化建设，资产周转与现金流较同业形成了明显优势（近 5 年公司累计自由现金流与净利润比例 93% vs 同行均值 31%）。渠道建设方面，公司“2-3 级代理+直营”的扁平渠道减少经销商利润分流，增强经销商粘性同时强化市场掌控力、提升反应速度，战略执行效果优异。

#### ➤ 星管家解决消费痛点，品牌影响力持续提升

公司 2012 年在行业内首创“星管家”打造“产品+服务”商业模式，解决管道消费中漏水的痛点。星管家服务覆盖渠道终端，更接近消费者，公司高端管道的差异化品牌形象逐步深入人心，以增值服务提升产品溢价能力及盈利稳定性。2013-2023 年公司 PPR 毛利率中枢 56.7%，综合毛利率中枢 43.9%，较 2013 年前中枢提升 11.5、8.1pct。

#### ➤ “同心圆”战略有成效，系统集成继续拓宽增长空间

公司零售业务围绕“同心圆”战略不断扩充防水、净水等新品类，可复制推广管道“产品+服务”模式及成功经验，2019 年-2023 年防水等其他产品收入 cagr+47%。此外公司外延收购捷流、可瑞补全产品矩阵、提升系统集成能力，增长空间拓宽。

#### ➤ 投资建议：战略坚定增长稳健，给予“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 64.6/70.9/78.1 亿元，yoy+1%/+10%/+10%，归母净利润为 10.6/11.9/13.6 亿元，分别 yoy-26%/+13%/+14%，3 年 CAGR-1.8%。绝对估值法测得公司每股价值为 17.09 元/股，可比公司 2025 年平均 PE 17.1 倍，综合绝对估值和相对估值，我们给予公司“买入”评级。

**风险提示：**地产需求超预期下行，政策推进不及预期，原材料价格波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6954	6378	6455	7086	7813
增长率(%)	8.86%	-8.27%	1.21%	9.77%	10.26%
EBITDA(百万元)	1626	1831	1742	1935	2154
归母净利润(百万元)	1297	1432	1059	1194	1357
增长率(%)	6.06%	10.40%	-26.06%	12.70%	13.69%
EPS(元/股)	0.81	0.90	0.67	0.75	0.85
市盈率(P/E)	14.7	13.3	18.0	16.0	14.1
市净率(P/B)	3.6	3.4	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	19.5	11.3	9.3	8.2	7.1

数据来源：公司公告、iFinD，国联民生证券研究所预测；股价为 2025 年 02 月 17 日收盘价

## 投资聚焦

### 核心逻辑

公司是国内 PPR 管道龙头制造商，主攻零售市场及扁平化渠道造就高盈利、高周转的运营模式。公司在行业内首创“星管家”打造“产品+服务”商业模式，解决管道消费中漏水的痛点，同时强化了公司高端管道的差异化品牌形象，以增值服务提升产品溢价能力。管道主业之外，公司围绕“同心圆”战略扩充防水、净水等产品品类，通过外延收购以快速提升系统集成设计和服务能力，进一步拓宽增长前景。地产存量时代管道行业增长承压，公司强大的渠道掌控力、鲜明的品牌形象以及持续优化的商业模式打造了核心竞争力，有望在存量竞争中稳健增长。

### 核心假设

- PPR 管道业务：公司 PPR 管道商业模式优异、渠道掌控力强，行业龙头地位稳固，市占率提升有支撑有前景，预计 2024-2026 年收入分别为 30.5/32.0/33.6 亿元。
- PE 管道业务：十四五期间全国地下管网改造投资或超万亿，公司市政工程业务坚持“风险控制第一”原则，提升经营质量和抗风险能力。预计 2024-2026 年收入分别为 14.5/15.7/16.9 亿元。
- PVC 管道业务：城中村改造、老旧小区改造贡献建筑工程需求增量。公司建筑工程业务优选客户和项目，并通过收购新加坡捷流、广州合信方圆加快业务融合和商业模式转型。预计 2024-2026 年收入分别为 7.7/8.4/9.3 亿元。
- 其他主营业务：防水、净水业务借助 PPR 零售渠道进行销售，同时能够复制“产品+服务”商业模式，或维持较高增长。预计 2024-2026 年收入分别为 11.4/14.3/17.9 亿元。
- 其他非主营业务：预计 2024-2026 年收入分别为 0.45/0.45/0.45 亿元，毛利率分别假设为 4.0%/4.0%/4.0%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 64.6/70.9/78.1 亿元，同比分别为 +1.2%/+9.8%/+10.3%，归母净利润分别为 10.6/11.9/13.6 亿元，同比增速分别为 -26.0%/12.7%/13.7%，EPS 分别为 0.67/0.75/0.85，三年 CAGR-1.8%。DCF 测得公司合理估值为 17.09 元/股。考虑到公司作为 PPR 管道龙头地位稳固，且拓品类成效显著、渠道持续完善、商业模式持续优化，有望提升盈利韧性，进一步提升市占率，参照可比公司 2025 年 PE 均值（17.1 倍），给与公司 20 倍 PE，对应目标价 15.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

- 短期来看，公司作为家装塑料管道龙头地位稳固，主业管道业务渠道掌控力强、零售市场周转及盈利能力较高，有望在行业增长承压、马太效应渐明确的背景下稳步扩张，充分受益行业集中度提升。
- 长期来看，公司扁平化渠道及“产品+服务”商业模式构筑宽深护城河，“同心圆”战略扩充的防水、净水品类有望直接复制管道业务成功经验，实现高速增长。外延收购捷流、可瑞快速提升系统集成设计及服务能力，进一步拓宽成长前景。

## 正文目录

1. 上市 14 年净利增长超 7 倍，治理优秀高分红.....	6
1.1 家装管材龙头，上市 14 年净利增长超 7 倍.....	6
1.2 常态化股权激励，公司与员工利益深度绑定.....	8
1.3 现金流、分红、盈利水平、经营效率优势显著.....	11
2. 塑管行业增长阶段承压，集中度持续提升 .....	13
2.1 预计市场规模近 2,000 亿，近年需求增长承压.....	13
2.2 供给集中度偏低但持续提升，公司 PPR 市占率第一.....	16
2.3 房屋翻新改造及工程管网扩容或为需求主要增量.....	16
3. 渠道/品牌建设有成效，系统集成拓宽增长前景.....	19
3.1 深耕 PPR 零售市场，持续深化扁平化渠道建设.....	19
3.2 星管家模式解决消费痛点，品牌影响力持续提升.....	21
3.3 “同心圆”战略有成效，系统集成继续拓宽增长空间 .....	24
4. 投资建议：给予“买入”评级 .....	27
4.1 盈利预测 .....	27
4.2 估值与投资建议 .....	29
5. 风险提示 .....	31

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	7
图表 2：公司营业收入及增速.....	7
图表 3：公司归母净利润及增速.....	7
图表 4：公司近年分业务收入结构.....	8
图表 5：公司近年分业务毛利率.....	8
图表 6：公司股权结构（截止 2024Q3 末）.....	9
图表 7：上市以来公司主要股东（持股 1%以上）持股比例变化 .....	9
图表 8：公司上市以来三期股权激励梳理.....	10
图表 9：公司现任高管工作经历等介绍.....	10
图表 10：公司上市以来分红情况.....	11
图表 11：公司上市以来自由现金流情况.....	11
图表 12：公司与可比公司分红比例对比.....	12
图表 13：公司与可比公司 FCFF/净利润对比 .....	12
图表 14：公司与可比公司毛利率对比.....	12
图表 15：公司与可比公司净利率对比.....	12
图表 16：公司与可比公司总资产周转天数对比（天） .....	13
图表 17：公司与可比公司应收款项周转天数对比（天） .....	13
图表 18：塑料管道产业链示意图.....	14
图表 19：塑料管道主要分类.....	14
图表 20：我国塑料管道产量及增速.....	15
图表 21：2023 年我国塑料管道市场规模测算 .....	15
图表 22：2023 年塑料管道竞争格局 .....	16

图表 23:	近年塑料管道 CR3、CR5 趋势.....	16
图表 24:	近年商品房住宅销售面积及增速.....	17
图表 25:	近年二手房成交面积及增速.....	17
图表 26:	地产家装 PPR 管道需求测算.....	17
图表 27:	近年塑料管道重要政策梳理 (不完全) .....	18
图表 28:	塑料管道主要上市公司成立时间、主营业务及客户情况.....	19
图表 29:	公司扁平化渠道管理模式与传统总代理渠道管理模式对比.....	20
图表 30:	公司经销渠道增长情况.....	21
图表 31:	室内管道多安装在墙壁、地板下.....	22
图表 32:	公司星管家服务主要内容.....	23
图表 33:	公司 PPR 毛利率与综合毛利率变化.....	24
图表 34:	公司与同业近十年毛利率标准差.....	24
图表 35:	公司品牌建设历程.....	24
图表 36:	公司代表防水产品.....	25
图表 37:	公司代表净水产品.....	25
图表 38:	公司其他收入及增速.....	26
图表 39:	公司其他收入及毛利占比.....	26
图表 40:	新加坡捷流、浙江可瑞公司概况.....	26
图表 41:	伟星的“系统集成”业务 .....	27
图表 42:	公司收入分业务拆分及预测 (百万元) .....	28
图表 43:	公司利润表主要假设.....	28
图表 44:	公司盈利预测.....	29
图表 45:	绝对估值法参数假设.....	30
图表 46:	绝对估值法敏感性分析.....	30
图表 47:	绝对估值法结果 (百万元) .....	30
图表 48:	可比公司估值情况.....	31

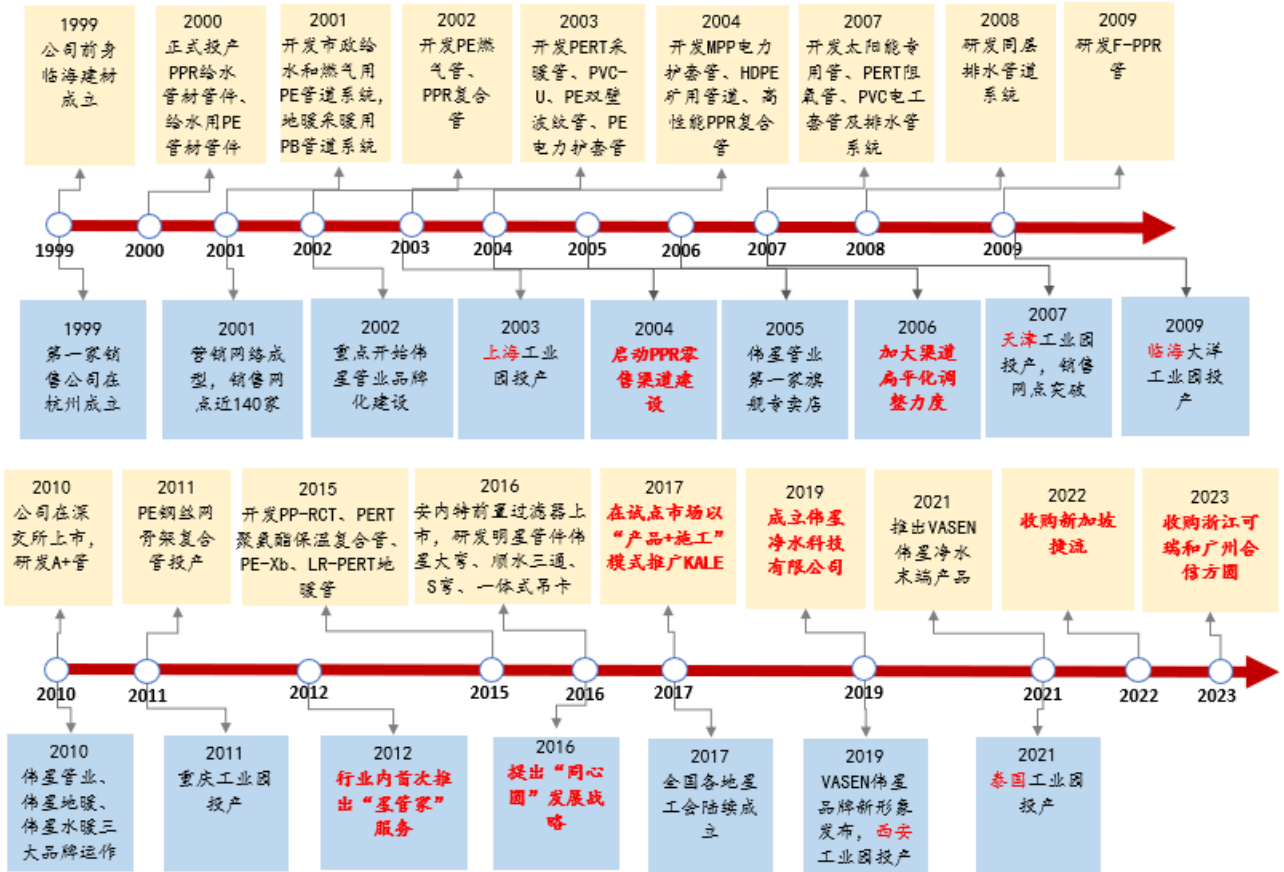
## 1. 上市 14 年净利增长超 7 倍，治理优秀高分红

### 1.1 家装管材龙头，上市 14 年净利增长超 7 倍

家装管材产品龙头制造商，国内最大的 PPR 供应商。公司前身是 1999 年成立的临海建材（控股股东伟星集团和临海市伟星工艺品厂共同出资组建），2007 年整体变更设立股份公司，2010 年公司在深交所上市。公司成立时以 PPR、PE 管材管件进入塑料管材市场，围绕塑料管道持续创新开发新应用、新品类，重点深耕家装渠道，公司是家装管材产品供应龙头。现阶段公司塑料管道产品主要分为三大系列：1) PPR 系列产品，主要应用于建筑内冷热给水，公司是国内最大的 PPR 供应商，我们预计 2023 年市占率约 8%；2) PE 系列产品，主要应用于市政供水、采暖、燃气、排水排污等领域；3) PVC 系列产品，主要应用于排水排污以及电力护套等领域。近年公司提出“同心圆产品链”战略，于 2017 年、2019 年相继布局室内防水、全屋净水领域。截止 2023 年末，公司在浙江、上海、天津、重庆、西安、泰国建有六大生产基地，在全国设立了 50 多家销售公司，拥有 1,900 多名专业营销及服务人员，营销网点 31,000 多个。公司产品曾应用于鸟巢、水立方、港珠澳大桥、北京大兴国际机场等国家超级工程。

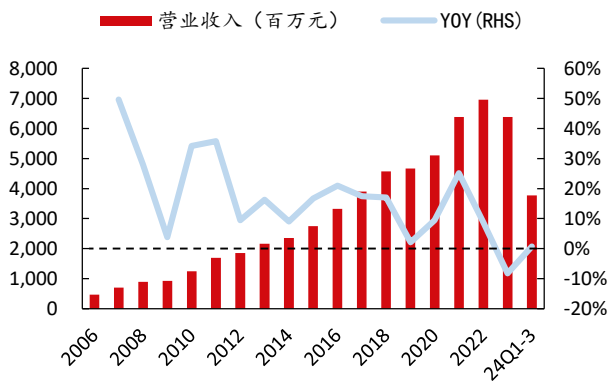
**2010-2023 年公司归母净利 cagr+18%，上市 14 年每年均正增长，PPR 盈利能力有明显优势，近年同心圆业务高速增长。**2023 年及 2024Q1-3 公司收入 63.8、37.7 亿元，分别 yoy-8.3%、+0.7%；归母净利分别为 14.3、6.2 亿元，分别 yoy+10.4%、-28.6%。2010-2023 年收入 cagr+13.4%。24Q1-3 公司盈利能力同比承压，我们预计需求较弱情况下行业竞争加剧或致产品价格波动，我们预计压力偏阶段性。分业务，2023 年 PPR、PE、PVC、其他（主要为防水、净水业务）收入占比分别为 46.9%、24.0%、14.1%、14.3%，塑料管道收入占比近年小幅下降，防水、净水等新业务占比快速提升，2023 年防水、净水等“同心圆”产品收入同比增长超 35%。按下游客户划分，公司业务分为零售和工程业务，零售业务主要依托经销渠道进行经营，工程业务进一步分为建筑工程和市政工程。PPR 产品以零售为主，PE 产品主要用于市政工程，PVC 产品用于零售和建筑工程业务。2024Q1 公司零售、工程业务占比分别为 77%、23%。2023 年公司毛利率 44.3%，yoy+4.6pct，其中 PPR/PE/PVC/其他产品毛利率分别为 58.1%/34.3%/27.7%/34.2%，yoy+3.5/3.7/12.6pct，家装零售渠道销售为主的 PPR 产品盈利能力具有明显优势。

图表1：公司发展历程



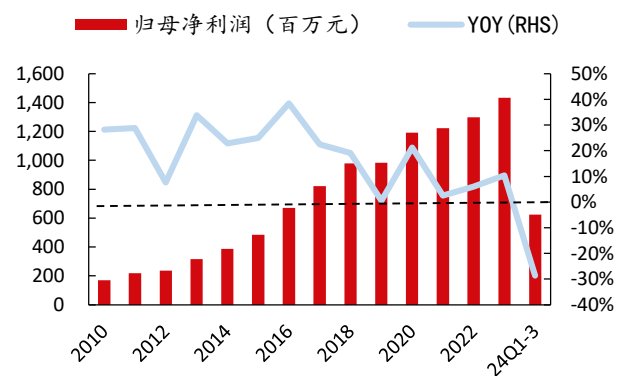
资料来源：公司官网，国联民生证券研究所

图表2：公司营业收入及增速



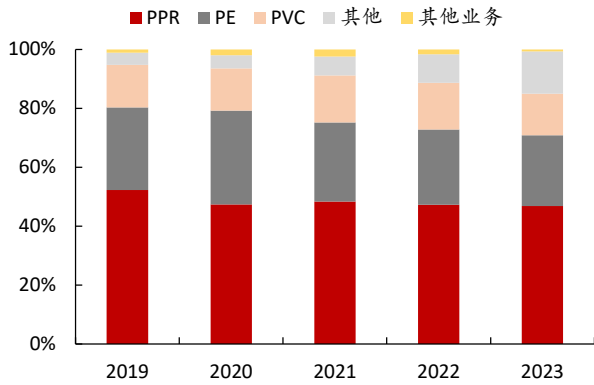
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图表3：公司归母净利润及增速



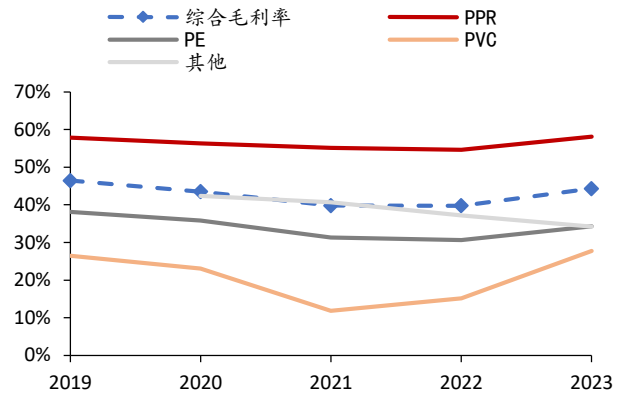
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图表4：公司近年分业务收入结构



注：仅列示分业务同口径的最大时间区间数据；  
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图表5：公司近年分业务毛利率

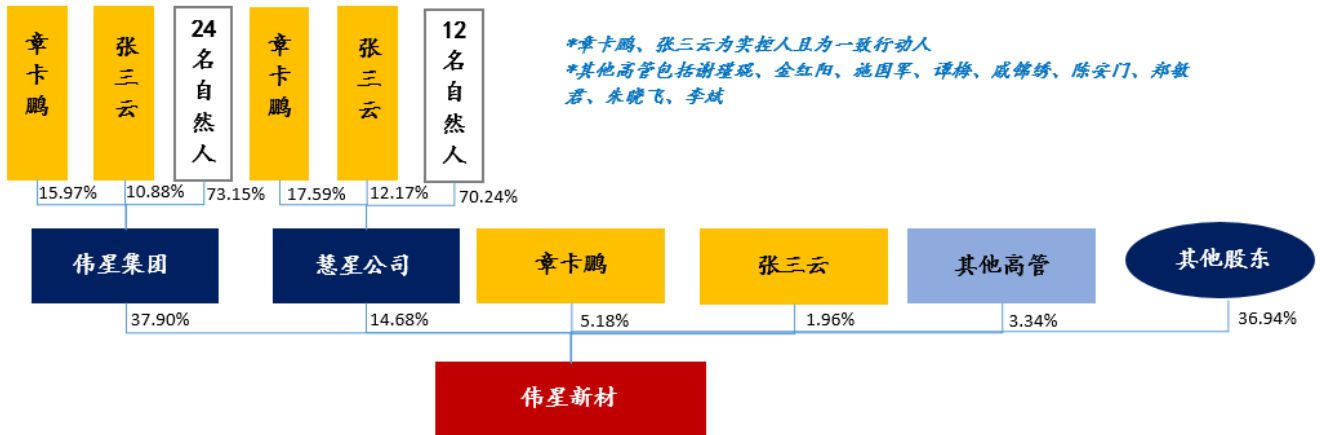


注：仅列示分业务同口径的最大时间区间数据；  
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

## 1.2 常态化股权激励，公司与员工利益深度绑定

公司股权结构稳定且较为集中，2024Q3 末实控人直接间接持股占比 21.7%，其他高管持股占比 3.3%。公司自上市以来股权结构稳定，伟星集团、慧星公司、章卡鹏（公司董事，伟星集团董事长兼总裁）、张三云（公司董事，伟星集团副董事长兼副总裁）、金红阳（公司董事长，伟星集团董事）为前五大股东。截止 2024Q3 末，公司控股股东为伟星集团，持有公司 37.90% 股权；第二大股东为慧星公司，持有公司 14.68% 股权（慧星公司股东均为伟星集团股东，含多位伟星新材董事及高管）。公司实际控制人章卡鹏、张三云，两人通过持股伟星集团、慧星公司及直接持股方式共计持有公司 21.68% 股权。截止 2024Q3 末除章卡鹏、张三云外的其他高管合计直接持股 3.34%。

已开展三期股权激励且全部完成解锁，重要员工与公司利益深度绑定。公司分别在 2011 年、2016 年和 2020 年实施了三次股权激励计划，授予股票数量及激励范围逐步扩大（授予激励对象股权比例占公司当时总股本比例分别为 3.95%、3.11%、1.21%），三次股权激励行权目标均超额完成。公司现任董事会及高管多数在公司上市前即在公司任职，基层业务经验丰富，与公司一路共同成长。

**图表6：公司股权结构（截止 2024Q3 末）**


资料来源：Wind，公司公告，国联民生证券研究所

注1：章卡鹏为公司董事，伟星集团董事长兼总裁；张三云为公司董事，伟星集团副董事长兼副总裁；谢瑾琨曾任公司董事、为伟星集团全资子公司伟星创业投资的法人；金红阳为公司董事长、伟星集团董事；

注2：其他高管包括董事长/总经理金红阳、谢瑾琨、副董事长/副总经理施国军、董事/董秘/副总经理谭梅、副总经理戚锦绣、财务总监陈安门、独立董事/副总经理郑敬君、副总经理朱晓飞、副总经理李斌、职工监事王俊。

**图表7：上市以来公司主要股东（持股 1%以上）持股比例变化**

单位：%	伟星集团	慧星公司	章卡鹏	张三云	谢瑾琨	金红阳
2010	38.99	23.99	5.62	3.75	1.87	
2011	38.99	23.99	5.62	3.75	1.87	
2012	38.99	23.99	5.62	3.75	1.87	
2013	38.53	23.71	5.56	3.71	1.85	0.19
2014	38.18	23.44	5.49	3.66	1.83	0.37
2015	37.60	23.08	5.41	3.61	1.80	0.61
2016	36.46	22.39	5.25	3.50	1.75	0.98
2017	36.46	21.52	5.25	3.50	1.35	0.98
2018	38.35	19.63	5.25	3.50	1.35	0.98
2019	38.35	19.63	5.25	3.50	1.35	0.98
2020	37.90	19.40	5.18	2.59	1.00	1.04
2021	37.90	16.51	5.18	1.96	0.82	1.04
2022	37.90	15.91	5.18	1.96	0.82	1.04
2023	37.90	14.68	5.18	1.96	0.82	1.04

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

**图表8：公司上市以来三期股权激励梳理**

	2020年第三期激励计划	2016年第二期激励计划	2011年第一期激励计划
授予数量	计划授予1,900万股，占公告日公司股本总额的1.21%	计划授予1,800万股，约占计划公告日公司股本总额的3.11%	拟授予1,000万股，约占公告日公司股本总额的3.95%
股票来源	向激励对象定向发行普通股股票	向激励对象定向发行普通股股票	向激励对象定向发行普通股股票
授予价格	7元/股	7.23元/股	17.39元/股
激励对象	激励对象143人，含董事长、副总、董秘、财务总监及主要中层管理骨干以及核心技术和业务骨干	激励对象57人，含董事长、副总、董秘、财务总监、主要中层管理骨干以及核心技术和业务骨干	激励对象共13人，含董事长、副总、董秘、财务总监，核心技术人员和主要经营管理骨干人员
考核目标	以2017-2019年度平均扣非归母净利润为基数，2020/2021/2022年扣非归母净利润增长率分别不低于8.5%/23.0%/38.0%。	1) 2016-2018年加权平均净资产收益率均不低于15%； 2) 以13-15年平均扣非归母净利润（扣非前后孰低）为基数，2016/2017/2018年扣非归母净利润（扣非前后孰低）增长率分别不低于35%/50%/70%	1) 2011/2012/2013年加权平均净资产收益率分别不低于10%/11%/12%； 2) 以2010年扣非归母净利润（扣非前后孰低）为基数，2011/2012/2013年扣非归母净利润（扣非前后孰低）增长不低于15%/30%/45%
完成情况	<b>完成考核目标</b> ，2020/2021/2022按照考核标准调整后的净利润相较基数增长 <b>22.50%/46.32%/51.01%</b>	<b>完成考核目标</b> ， 1) 2016/2017/2018年加权平均净资产收益率分别为26.15%/28.19%/29.45%； 2) 2016/2017/2018年扣非归母净利润（扣非前后孰低）相较基数增长 <b>69.39%/103.97%/144.38%</b>	<b>完成考核目标</b> ， 1) 2011/2012/2013年加权平均净资产收益率分别为13.39%/13.87%/17.09%； 2) 2011/2012/2013年扣非归母净利润（扣非前后孰低）相较2010年增长 <b>24.70%/36.07%/80.55%</b>

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

**图表9：公司现任高管工作经历等介绍**

现任职务	姓名	任职起始日	工作经历
董事	章卡鹏	2007年	1982年-1995年，历任临海市有机玻璃厂生产主管、副厂长； 1995年至今，在伟星集团先后担任副董事长兼副总经理、副董事长兼总裁、董事长兼总裁； 2000年至今，在伟星股份先后担任董事长、董事； 2007年-2020年，在慧星集团先后担任执行董事、董事长； 2007年至今，在伟星新材担任董事； 2022年至今，担任浙江伟星光学股份有限公司董事； 截止24Q3末直接持有公司股权比例5.18%
董事	张三云	2007年	1984-1995年历任临海市有机玻璃厂厂长助理、副厂长； 1995年至今，在伟星集团先后担任董事兼副总经理、副董事长、副董事长兼副总裁； 2000年至今，在伟星股份先后担任副董事长兼总经理、副董事长、董事； 2007年至今，在伟星新材担任董事； 2022年至今，担任浙江伟星光学股份有限公司董事； 截止24Q3末直接持有公司股权比例1.96%
董事长，总经理，董事	金红阳	2007/12/16	1986-1994年历任临海市有机玻璃厂车间主任、开发部主任； 1994-1999年历任临海市伟星工艺品厂厂长助理、厂长； 1999年起任临海建材执行董事、总经理； 2007年起担任伟星新材董事长、总经理； 现任伟星新材董事长兼总经理、伟星集团董事等； 截止24Q3末直接持有公司股权比例1.10%

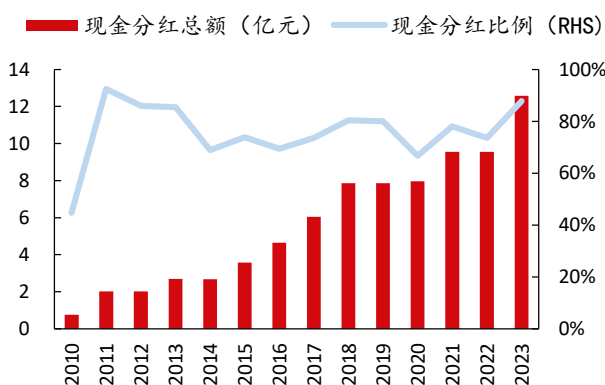
副董事长, 副总经理, 董事	施国军	2023/1/6	2005 年担任临海建材总经理助理; 2007 年至今担任公司副总经理; 截止 24Q3 末直接持有公司股权 0.65%
副总经理, 董秘, 董事	谭梅	2007 年	2007 年至今任董秘, 2010 年至今任副总经理, 2023 年至今任董事
副总经理	戚锦绣	2015/5/27	2007-2015 年任监事, 2015 年至今任副总经理
副总经理	洪义华	2021/8/10	2007-2021 年任职工监事, 2021 年至今任副总经理
副总经理	郑敏君	2021/8/10	2021 年至今任副总经理
副总经理	朱晓飞	2021/8/10	2021 年至今任副总经理
副总经理	李斌	2023/8/23	2023 年至今任副总经理
副总经理	陈安门	2007/12/16	2007 年至今任财务总监

资料来源: 公司公告, 国联民生证券研究所

### 1.3 现金流、分红、盈利水平、经营效率优势显著

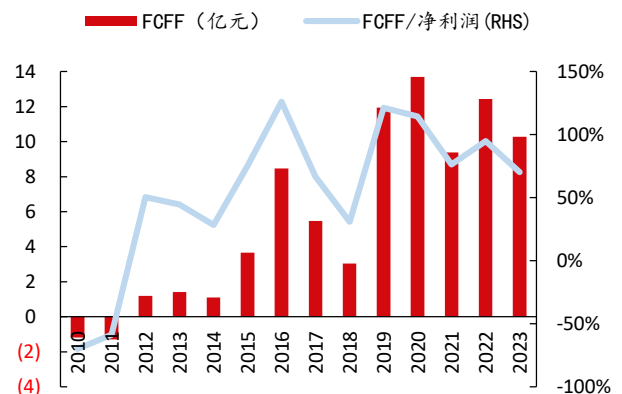
自由现金流创造能力强, 持续高水平分红, 明显优于同行可比公司。公司自由现金流创造能力强, 与公司的发展思路、渠道/客户拓展策略及积累的卓越品牌声誉关系密切, 2010-2023 年公司累计自由现金流净额 79.6 亿元, 为同期累计净利润的 76.0%, 且近年稳定于高水平位置 (如 2016-2023 年该比例为 86.3%, 2023 年为 70.3%)。10 年以来公司股权融资 11.39 亿元 (IPO), 另一方面公司 2010-2023 年实施 14 次现金分红, 累计现金分红总额为 79.8 亿元, 累计分红比例为 76.7%, 23 年公司分红比例为 87.8%。公司经营稳健表现、自由现金流创造能力、股东回报表现较同行可比公司有明显优势。

图表10: 公司上市以来分红情况



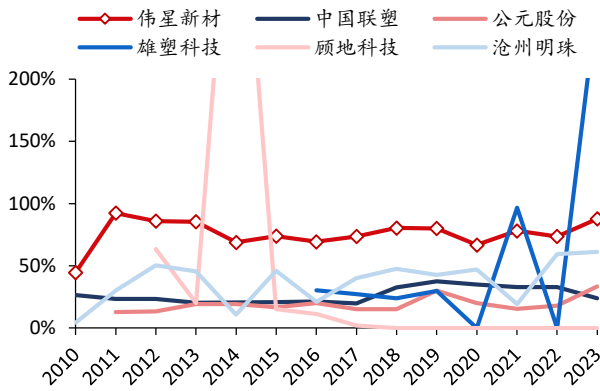
资料来源: Wind, 国联民生证券研究所

图表11: 公司上市以来自由现金流情况



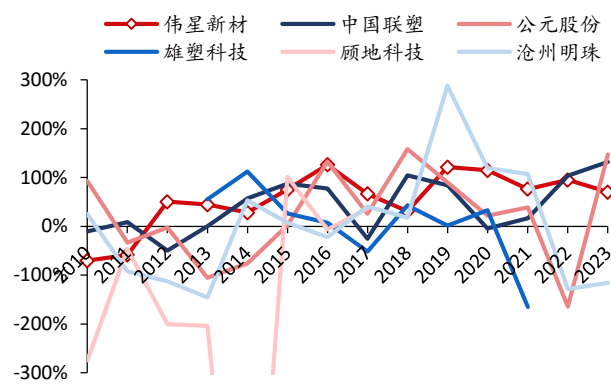
资料来源: Wind, 国联民生证券研究所

图表12: 公司与可比公司分红比例对比



资料来源: Wind, 国联民生证券研究所

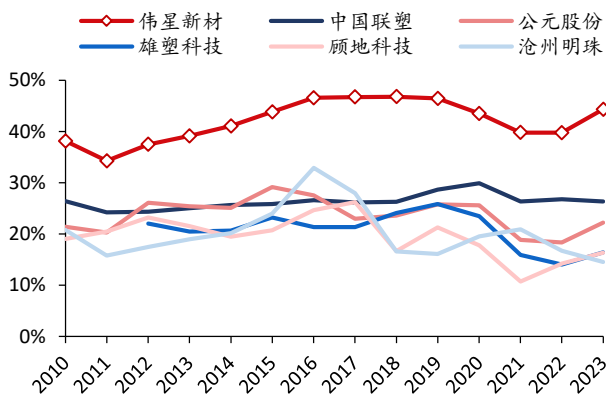
图表13: 公司与可比公司 FCFF/净利润对比



资料来源: Wind, 国联民生证券研究所

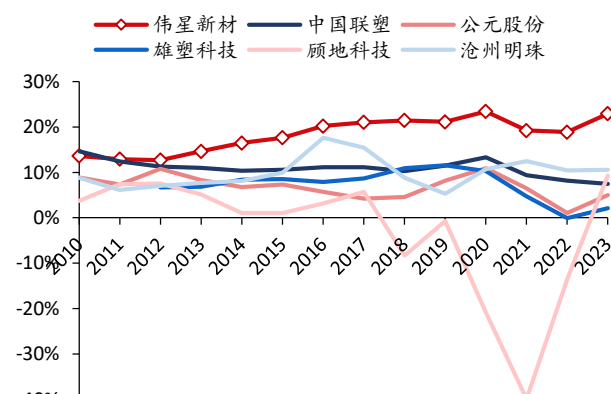
公司盈利能力及资产周转效率较同行可比公司均有显著优势。相较同行可比公司，公司盈利能力有明显优势，2023 年公司毛利率、净利率分别为 44.3%、22.9% (vs 同行可比公司平均为 19.1%、6.9%)，2010-2023 年公司毛利率、净利率均值分别为 42.0%、18.3% (vs 同行可比公司两数据均值为 22.1%、6.4%)。公司资产周转效率亦有明显优势，且优势持续扩大，2023 年公司总资产、应收款项（应收账款、应收票据、其他应收款）周转天数分别为 402 天、33 天，较同行可比公司均值少 283 天、50 天，2010 年该差距为 125 天、13 天。公司资产周转效率表现稳健、延续出色，反映公司产业链优势地位、出色的议价能力及稳健经营的战略定力。

图表14: 公司与可比公司毛利率对比



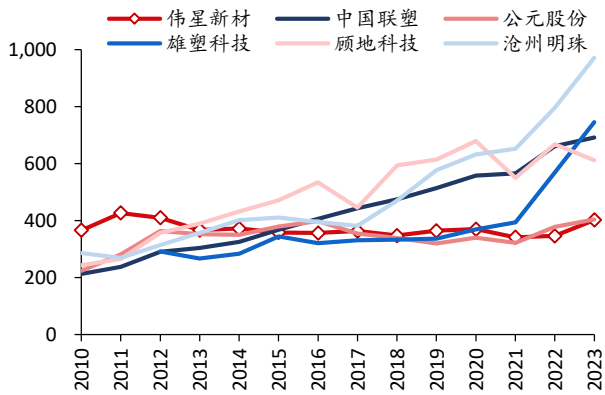
资料来源: Wind, 国联民生证券研究所

图表15: 公司与可比公司净利率对比



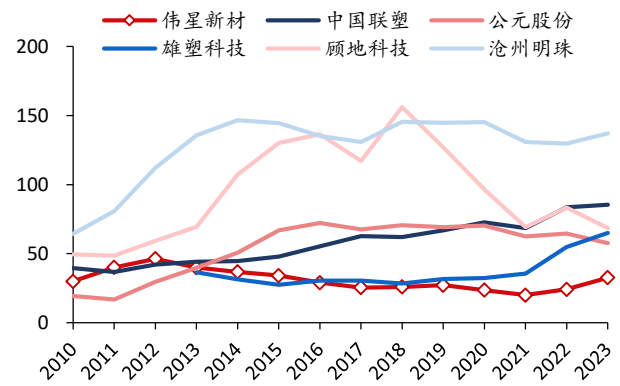
资料来源: Wind, 国联民生证券研究所

图表16: 公司与可比公司总资产周转天数对比(天)



资料来源: Wind, 国联民生证券研究所

图表17: 公司与可比公司应收款项周转天数对比(天)



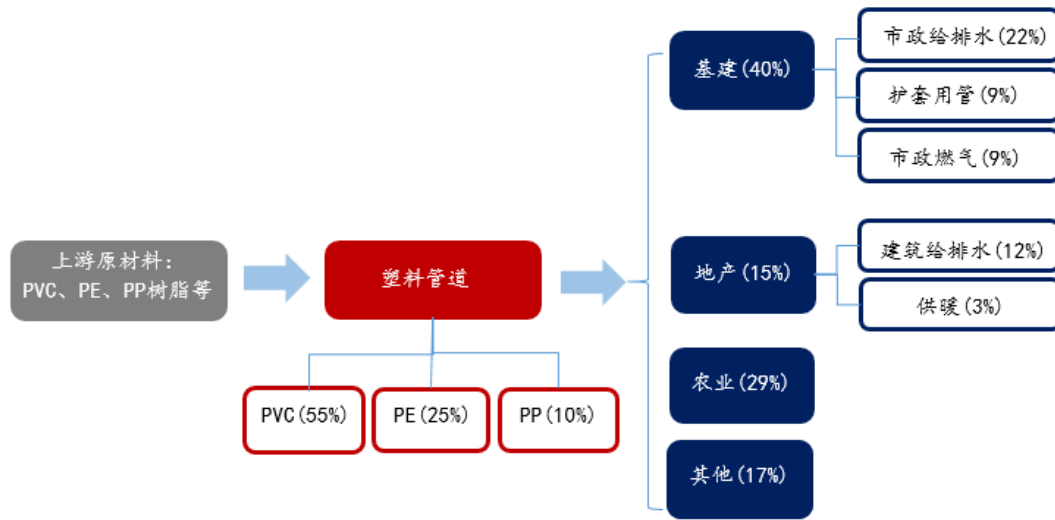
资料来源: Wind, 国联民生证券研究所

## 2. 塑管行业增长阶段承压，集中度持续提升

### 2.1 预计市场规模近 2,000 亿，近年需求增长承压

塑料管道下游应用领域主要为基建、农业、地产。塑料管道是以 PVC（聚氯乙烯）、PE（聚乙烯）、PP（聚丙烯）、PB（聚丁烯）等高分子材料为主料，经过挤出、注塑以及复合成型技术等方式加工而成的产品。与传统的金属管道相比，塑料管道具有节能环保、耐腐蚀、耐冲击、耐摩擦、轻质高强，使用寿命长等特点，逐渐成为了房屋建筑、地下排水管道系统、雨水管道系统等领域的首选。塑料管道下游主要应用于基建、农业和地产三大领域，下游应用领域基本稳定，参考 2020 年数据，三大领域占比分别为 40%、29%、15%。

图表18: 塑料管道产业链示意图



注：比例数据截止 2020 年；

资料来源：雄塑科技招股书，公元股份招股书，卓创资讯，立鼎产业研究院，国联民生证券研究所

2020 年 PVC、PE、PP 管道产量占比分别为 55%、25%、10%，结构占比基本稳定。塑料管道按材质可分为 PVC、PE、PP、PB、ABS 管等，目前国内已形成 PVC、PE、PPR 为主的产业格局。PVC 管道口径一般在 400mm 以下，主要应用于建筑给排水，用量里程大但重量基本稳定；PE 管道口径一般在 400mm-1,200mm，主要应用于市政给水、城市燃气用管等领域，由于单位长度重量较大，近几年用量呈现提升趋势；PP 管道口径一般在 160mm 以下，主要应用于户内，而 PPR 管作为 PP 管的一种，约占 PP 管的 80%，家装热水管绝大多数采用 PPR 热水管。三者之间呈现不同应用场景下的互补关系，非绝对替代关系。PVC 管道占比最高，但近年其占比由 80% 以上逐步降低到 50% 左右，PE、PPR 及其他管道占比逐步增长。据华经产业研究院，2020 年 PVC、PE、PP 管道产量占全国总产量比例分别为 55%、25%、10%。

图表19: 塑料管道主要分类

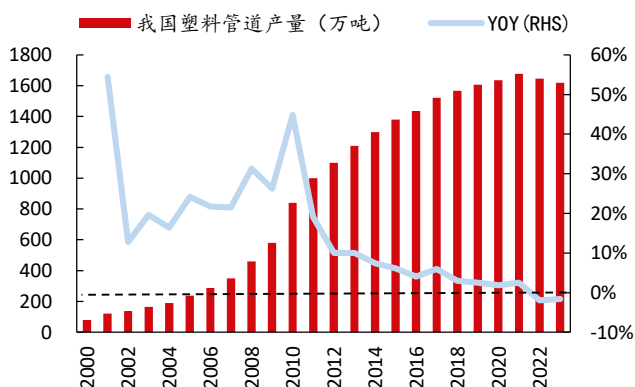
材质	口径	主要应用	细分材质	细分产品	细分应用
PVC	400mm 以下	建筑给排水	PVC-U	PVC-U 排水管材、管件	建筑排水
				PVC-U 给水管材、管件	建筑、市政给水
				PVC-U 双壁波纹管	室外排水
				PVC-U 电工套管	建筑电线护套
			软质 PVC	软质 PVC	医用导管、花园管
PVC-C	PVC-C 给水管材、管件	建筑内热水管			
		PVC-C 电缆护套	高压电缆护套		
		PVC-C 化工用管	化工用管道		
PE	400mm-1200mm	市政给排水、城市燃气用管	HDPE、LDPE、MDPE	PE 建筑排水用管材、管件	建筑同层、虹吸排水系统

PP	160mm 以下	家装热水管	PE 给水管材、管件	城乡供水输送、地源热泵中央空调系统、农业灌溉	
			PE 双壁波纹管等结构壁管材	市政排水、排污	
			PE 燃气用管材、管件	城市燃气输送	
			PE 护套管	电力、光纤护套	
			PE-X	PE-X	建筑内冷热水管、采暖
			PE-RT	PE-RT 管材、管件	建筑内地板辐射采暖
			PPR	PPR 管材、管件	建筑内冷热水管、采暖
			PPH	PPH 管材、管件	化工用管道
			MPP	改性 MPP 管材	高压电缆护套
			PP	PP 双壁波纹管	工业排水、排污

资料来源：雄塑科技招股书，公元股份招股书，立鼎产业研究院，国联民生证券研究所

预计 23 年塑料管道近 2,000 亿市场规模，PPR 预计超 200 亿，近年消费量增长有一定压力。我国塑料管道 1999-2010 年为产业化快速发展阶段，期间产量规模 cagr+27%，2008 年“四万亿”刺激政策后，行业增长加快，2011-2015 年大量中小企业涌入，竞争白热化。2018-2010 年产量增速均超 25%，2010 年后增速持续回落，2014 年后塑料管道产量增速回落至个位数水平。2023 年塑料管道产量 1,619 万吨，yoy-1.6%，连续两年同比负增。我们从行业供给角度测算 PPR 市场规模，参考中国联塑、伟星新材产品均价，我们假设 2023 年 PVC/PE/PP 均价分别为 0.8/1.2/1.9 万元/吨，测算得到 2023 年塑料管道市场规模为 1,735 亿元，其中 PP 管道 307 亿元，PPR 管道约占 PP 管道 80%，2023 年 PPR 管道市场规模约为 246 亿元。

图表20：我国塑料管道产量及增速



资料来源：管道专委会，中国塑协，智研咨询，国联民生证券研究所

图表21：2023 年我国塑料管道市场规模测算

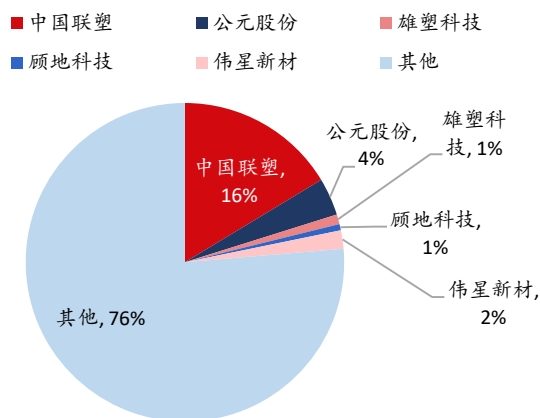
分类	占比	产量 (万吨)	单价 (万元/吨)	市场规模 (亿元)
PVC	55%	890	0.8	747
PE	25%	405	1.2	486
<b>PP</b>	<b>10%</b>	<b>162</b>	<b>1.9</b>	<b>307</b>
其他	10%	162	1.2	194
<b>合计</b>		<b>1,619</b>		<b>1,735</b>

资料来源：中国联塑公告，伟星新材公告，华景情报网，国联民生证券研究所

## 2.2 供给集中度偏低但持续提升，公司 PPR 市占率第一

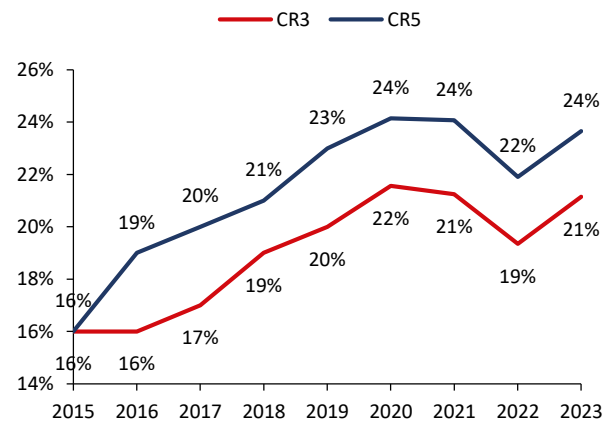
**塑料管道行业集中度偏低但持续提升。**塑料管道行业技术和资金壁垒相对较低，行业中小企业众多，竞争较为激烈，集中度不高。截止 2023 年，行业内规模较大的塑料管道生产企业有 1,000 多家，其中年产能 1 万吨以上的企业约 300 多家，10 万吨以上的企业 20 多家。我们测算 2023 年中国联塑、公元股份、伟星新材、雄塑科技、顾地科技市占率分别为 16%、4%、2%、1%、1%（中国联塑按销量计算，其余按产量计算）。塑料管道行业 CR3 自 2015 年 16% 提升至 2023 年 21%，CR5 自 2015 年 16% 提升至 2023 年 24%。我们认为塑料管道行业集中度提升的趋势有望延续，一方面消费者对管道品质和品牌的要求越来越高，另一方面龙头生产企业产能/渠道布局优势持续凸显。

图表 22：2023 年塑料管道竞争格局



注：中国联塑按销量计算，其余按产量计算；  
资料来源：管道专委会，中国塑协，智研咨询，各公司公告，国联民生证券研究所

图表 23：近年塑料管道 CR3、CR5 趋势



注：考虑到非上市公司数据的可得性问题，此处仅统计塑料管道上市公司数据；近年 CR5 较稳定，依次为中国联塑、公元股份、伟星新材、雄塑科技、顾地科技；中国联塑按销量计算，其余按产量计算；  
资料来源：管道专委会，中国塑协，智研咨询，各公司公告，国联民生证券研究所

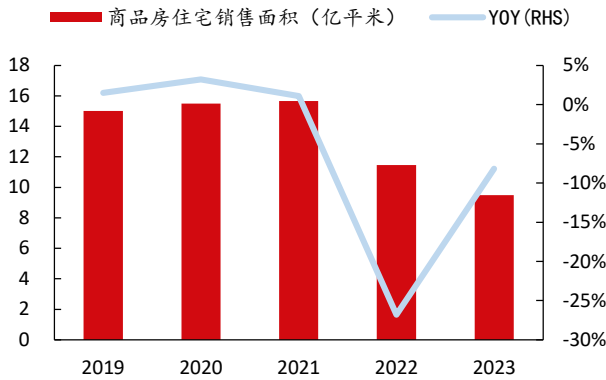
**伟星 PPR 管道市场份额约 8%，预计国内排名第一。**目前市场上以 PPR 管道为核心产品的上市公司仅伟星新材一家，非上市公司包括中财管道、日丰集团、金德管业、金牛管业、龙胜、保利管道等。据伟星新材公告，截止 2024 年 4 月，公司 PPR 产品全国市占率约 8%，预计国内排名第一。

## 2.3 房屋翻新改造及工程管网扩容或为需求主要增量

**我国地产步入存量时代。**近年新房销售面积萎缩，二手房交易占比提升。据住建部公

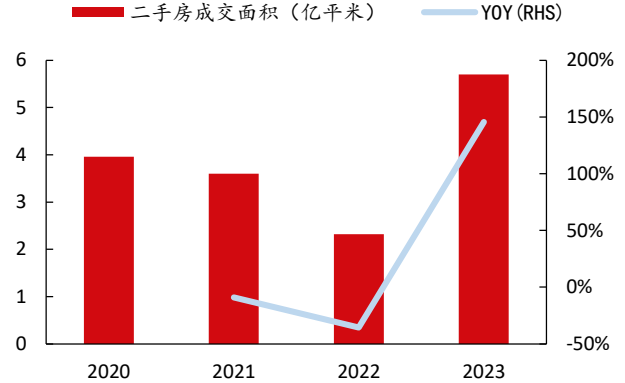
告，2023 年住房交易呈现“前高、中低、后稳”趋势，住房交易总量实现正增长。而结构上来看，新房销售面积同比下滑，二手房成交量同比增长。2023 年商品房住宅销售面积同比下滑 8.2%，二手房成交面积同比增长 146%。

图表24：近年商品房住宅销售面积及增速



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图表25：近年二手房成交面积及增速



资料来源：贝壳研究院，国联民生证券研究所

塑料管道地产需求增量预计主要来自房屋翻新改造，新房需求占比短期维持主导地位，但占比或持续下降，中性预计 24 年家装 PPR 管道需求规模 339 亿，yoy-14.6%。从需求端角度，我们测算存量时代背景下，PPR 家装管道需求规模，参考国联家电行业专题研究报告《地产存量时代智能家居需求几何？》，我们假设期房销售到竣工交付周期为 2 年，当年新房装修面积根据当年新建住宅现房销售面积与 2 年前住宅期房销售面积进行测算；假设二手房翻新进行水电改造的比例为 10%；存量房进行翻新改造的周期一般为 20 年，因此当年的存量房翻新面积对应 20 年前的新房装修面积。测算结果 2024 年装修总面积为 22.6 亿平方米。据公司公告，房屋使用 PPR 管道造价为 10-20 元/平方米，保守/中性/乐观假设分别为 10/15/20 元/平方米，对应 2024 年 PPR 管道需求规模分别为 226/339/452 亿元。

图表26：地产家装 PPR 管道需求测算

		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新房	装修面积 (亿平方米)	14.0	14.8	15.5	15.8	12.0	10.4	9.6
	占比	68%	63%	62%	60%	53%	46%	45%
二手房	成交面积 (亿平方米)	4.0	3.6	2.3	5.7	5.9	6.0	6.2
	翻新比例	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
存量房	翻新面积 (亿平方米)	0.4	0.4	0.2	0.6	0.6	0.6	0.6
	占比	2%	2%	1%	2%	3%	3%	3%
	翻新面积 (亿平方米)	6.1	8.4	9.3	10.1	10.0	11.6	11.3

	占比	30%	36%	37%	38%	44%	51%	53%
合计	装修面积 (亿平米)	20.5	23.6	25.1	26.5	22.6	22.6	21.6
PPR 造价	PPR 单位造价 1 (元/平米)	10	10	10	10	10	10	10
	<b>PPR 需求规模 1 (亿元)</b>	<b>205</b>	<b>236</b>	<b>251</b>	<b>265</b>	<b>226</b>	<b>226</b>	<b>216</b>
	PPR 单位造价 2 (元/平米)	15	15	15	15	15	15	15
	<b>PPR 造价 2 (亿元)</b>	<b>308</b>	<b>354</b>	<b>376</b>	<b>397</b>	<b>339</b>	<b>338</b>	<b>324</b>
	PPR 单位造价 3 (元/平米)	20	20	20	20	20	20	20
	<b>PPR 造价 3 (亿元)</b>	<b>410</b>	<b>472</b>	<b>502</b>	<b>529</b>	<b>452</b>	<b>451</b>	<b>432</b>

资料来源: Wind, 贝壳研究院, 优居研究院, 公司公告, 国联民生证券研究所

**管网改造、建设支持政策持续加码，工程端塑料管道市场预计有较大增长空间。**2020年7月，国务院《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》提出到十四五末力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务；2022年6月国务院《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022-2025）》提出2025年底前基本完成城市燃气管道等老化更新改造任务；2023年5月《国家水网建设规划纲要》提出到2025年建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进；2023年7月国务院发布《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》；2023年10月国务院批准增发1万亿国债用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设；2024年2月住建部表示24年将大力推进城市地下管网改造，实施城市排水防涝能力提升工程。以目前改造速度来看，未来我国将每年改造10万公里以上地下管线，据政府网公告，初步测算，十四五期间全国地下管网改造投资将超过万亿。2024年10月8日，国务院新闻办发布会上发改委表示，地下管网方面未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量近60万公里，投资总需求约4万亿。

图表27：近年塑料管道重要政策梳理（不完全）

时间	部门	文件/事件	主要内容
2020年7月	国务院	《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户；到2022年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。
2022年6月	国务院	《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022-2025）》	加快开展城市燃气管道等老化更新改造工作，彻底消除安全隐患。2022年抓紧启动实施一批老化更新改造项目。2025年底前，基本完成城市燃气管道等老化更新改造任务。
2022年7月	发改委	《“十四五”新型城镇化实施方案》	推进管网更新改造和地下管廊建设。全面推进燃气管道老化更新改造，重点改造城市及县城不符合标准规范、存在安全隐患的燃气管道、燃气场站、居民户内设施及监测设施。统筹推进城市及县城供排水、供热等其他管道老化更新改造。
2023年5月	国务院	《国家水网建设规划纲要》	完善水资源配置和供水保障体系。到2025年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进；到2035年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善，构建与基本实现社会主义现代化相适应的国家水安全保障体系。

2023年7月	国务院	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	分三类实施改造，具备条件的城中村实施拆除新建；不具备条件的不可强行推进，要开展经常性整治提升，防控风险隐患；介于前两类之间的实施拆整结合。
2023年10月	国务院	增发万亿国债	增发1万亿国债用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设。资金投向主要8个方向，灾后恢复重建、骨干防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北和京津冀受灾地区等高标准农田建设。
2024年2月	住建部	地下管网改造	今年我国将大力推进城市地下管网改造，实施城市排水防涝能力提升工程，深入推进城市生命线安全工程建设。未来，我国将每年改造10万公里以上地下管线。
2024年10月	发改委	优先支持一批地下管网建设改造等城市更新重点项目	我国城市发展已经进入了增量建设和存量更新并重的阶段，今后一个时期，城市改造更新的任务将越来越重。以城市重要的“里子工程”地下管网建设改造为例，有关方面预计在未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近60万公里，投资总需求约4万亿。

资料来源：政府网，住建部管网，前瞻产业研究院，国联民生证券研究所

### 3. 渠道/品牌建设有成效，系统集成拓宽增长前景

#### 3.1 深耕 PPR 零售市场，持续深化扁平化渠道建设

**主攻零售市场，深耕 PPR，资产周转及自由现金流有明显优势。**我国规模较大的塑料管道企业大多成立于 1995 年左右且主营产品多为 PVC 或 PE 管材管件、终端主要面向工程客户。区别于主要竞争对手，成立于 1999 年的伟星新材以 PPR 管道、零售市场作为切入点，另辟蹊径打开市场。零售业务具有回款快、现金流优秀、提价能力强、辐射面广以及品牌影响力强等优势，公司经营质量较同行主要竞争对手有优势。财务指标观察（更多数据比较参考本报告 1.3 节），2023 年公司综合毛利率 44.3%（vs 样本上市公司平均 19.1%）；2023 年公司资产周转天数、应收款项（应收账款+应收票据+其他应收款）周转天数分别为 402 天、33 天（vs 较同行上市公司均值少 283 天、50 天）；近 5 年公司累计自由现金流 57.7 亿元，与净利润比例 93.4%（vs 样本同行上市公司均值为 31.4%）。

图表28：塑料管道主要上市公司成立时间、主营业务及客户情况

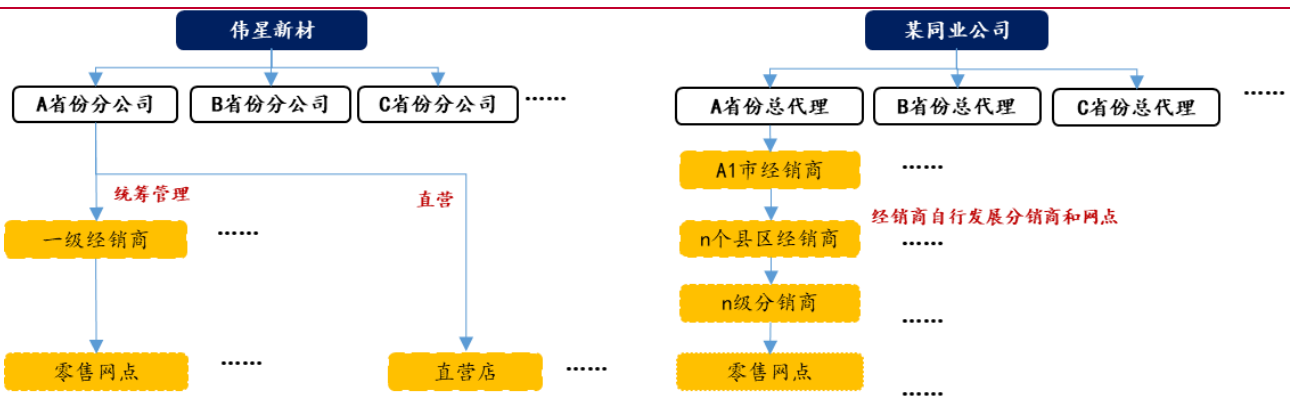
公司名称	成立时间	主营产品	主要终端客户
伟星新材	1999年	PPR、PE 管材管件	家装公司、水电工工长和业主自购
中国联塑	1996年	PVC 管道管件	政府机构，公用事业公司，房地产发展商，土木工程承建商
公元股份	1993年	PVC、PPR 管材管件	工程市场（建筑安装公司，房地产公司，自来水公司，市政公司，污水处理厂）

雄塑科技	2003年	PVC、PE、PPR 管材管件	房地产开发商、建筑施工企业、市政、农业水利建设政府主管部门、通信电力企业、建筑家装市场等
沧州明珠	1995年	PE 管材管件	燃气工程承包和运营商，燃气公司
青龙管业	1993年	混凝土管道、PVC 管、PE 管	水利建设、市政建设、道路建设等政府主管部门、工矿企业和建筑施工企业等
纳川股份	2003年	HDPE 缠绕增强管	市政工程、石油化工、核电火电和交通枢纽等直接工程客户
顾地科技	1999年	PVC、PE、PP 管材 PE、钢塑复合管、	政府部门、项目领导小组、国有企业和房地产开发企业
东宏股份	2008年	PVC	水利、市政、热力、燃气、工矿等领域客户

资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

**横向拓展+纵向下沉，坚定推进并持续深化渠道扁平化建设，渠道粘性及其掌控力有优势。**公司自 2004 年启动 PPR 零售渠道建设，2006 年加大扁平化调整力度。公司目前零售业务的经销模式可概括为“代理+直营”，各省设有销售分公司，往下发展地市级经销商，在沿海发达地区则直接下沉至县城，最大的总代在地区级，代理最多 2-3 级，扁平化管理。直营渠道发挥试验田的作用，新产品及新模式通常在直营市场先行试点，成熟后再向经销商渠道推广，带动经销商的发展。相较于传统的总代理制的层层代理模式，扁平的接近终端消费者的销售模式通常管理难度更高、销售费用偏高。优点也明显，主要包括 1) 毛利率较高，扁平化的渠道同时面向单一消费者，价格一致性较好，减少了多级经销商的利润分流；2) 经销商粘性更强，公司相关费用/政策等更直接激励基层供应商，同时其相对有更多盈利空间；3) 市场掌控力较强、面对市场变化反应更快，各区域市场由销售分公司进行统筹管理，分公司对经销商具有开拓、管理、培训赋能等职能，分布在一线的销售分公司及销售人员可以将市场信息迅速反馈到公司总部。

图表 29：公司扁平化渠道管理模式与传统总代理渠道管理模式对比



资料来源：公元股份招股书，公司招股书，公司公告，国联民生证券研究所

截止 2024 年 9 月末，公司拥有一级经销商 1,000 多家，近年数量基本稳定；截止 2023 年末，公司在全国设立了 50 多家销售公司，拥有 1,900 多名专业营销及服务人员，营销网点 31,000 多家，并保持每年增加 1,000-2,000 家左右的速度持续完善布局。渠道拓展推进侧重两个方向：1) 横向跨区域拓展，在薄弱、空白区域，开发更多的经销商，增加网点密度；2) 纵向渠道下沉，在相对成熟的区域，下沉到县市、乡镇等，提升市场份额，对应公司营销网点数量近年持续增长。

**图表30：公司经销渠道增长情况**

时间	营销网点	销售分公司	销售人员
2014 年	~2 万家	~30 家	~1000 人
2015 年	~2 万家	~30 家	1,191 人
2016 年	~2 万家	~30 家	1,199 人
2017 年	~2.3 万家	~30 家	1,294 人
2018 年	~2.4 万家	~30 家	1,598 人
2019 年	~2.7 万家	~30 家	1,638 人
2020 年	~2.8 万家	~30 家	1,706 人
2021 年	~3 万家	~30 家	1,711 人
2022 年	~3 万家	~40 家	1,745 人
2023 年	~3 万家	~50 家	1,970 人

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

### 3.2 星管家模式解决消费痛点，品牌影响力持续提升

**首创“星管家”打造“产品+服务”商业模式，解决管道消费痛点。**室内管道安装属于“隐蔽工程”，安装后若漏水需拆开地板/墙壁重新维修（在装修过程中水电改造属于前期工作，先于地砖/地板安装），成本比安装管道本身更大，且管道生产壁垒不高，行业内容易存在假冒伪劣产品，这是管道消费的痛点。换言之，相较管材产品价格，消费者更在意产品质量及使用体验。根据土巴兔大数据研究院发布的《2022 家装消费趋势报告》，2022 年我国江浙人民的基础装修的平均预算 12.6 万元，为全国最高，大湾区居民装修平均预算 9.7 万元，为全国最低。公司公告，一般 100 平米的住宅使用公司 PPR 产品 1,000-2,000 元，据此计算 PPR 成本在居民装修成本中占比低于 2%。针对消费者痛点，公司在 2012 年于行业内首创“星管家”服务，打造了“产品+服务”的商业模式，公司后续星管家推广情况（PPR 管道持续较好的销售增长）反映较好的

消费者反响，目前“星管家”服务已经基本覆盖管道、防水、净水等各项业务。

图表31：室内管道多安装在墙壁、地板下



资料来源：公司管网，国联民生证券研究所

“星管家”服务内容包括免费鉴定真伪、测试水压、拍摄管路图并告知注意事项，已覆盖全国主要区域。公司“星管家”服务主要包括以下内容：①产品真伪鉴定，确保业主使用的是公司的高品质产品；②高倍水压测试等服务，为安装完毕的管道进行“系统体检”，减少安全隐患；③拍摄录制管路走向图，方便业主日后管路改造和软装；④专业讲解产品知识和使用须知，帮助业主了解并选择合适的管道及使用中的注意事项。目前公司管道产品在上海等市场配套了安装服务，其余区域由第三方完成安装，公司对经销商销售的管道与后续星管家服务对接的覆盖率进行考核以保证星管家覆盖率。“星管家”服务团队由公司统一进行培训，执行统一的服务标准，在全国推广。公司“星管家”服务向消费者免费提供，通过渠道终端的覆盖，加强公司品牌认知度，同时提升产品溢价能力。自2012年推出后，到2017年“星管家”服务在全国各展业区域覆盖率超过70%，部分成熟区域可达到90%以上，截止目前已覆盖全国28个省和自治区。

图表32：公司星管家服务主要内容

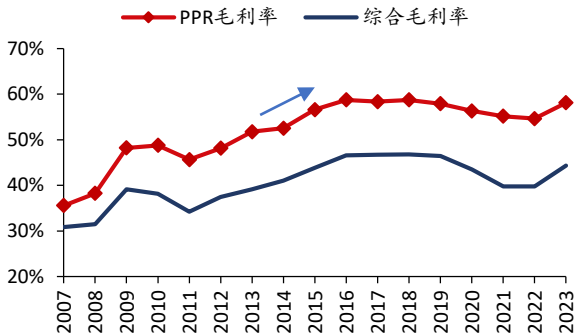
**伟星星管家服务三免一告知**  
PHYSICAL EXAMINATION



资料来源：公司官网，国联民生证券研究所

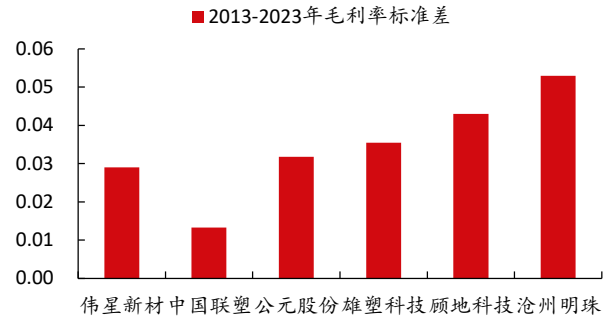
“星管家”模式持续强化公司品牌力，公司产品溢价能力、盈利稳定性、客户粘性持续提升。“星管家”服务在公司打造伟星管业“高端管道典范”产品品牌的道路上扮演重要角色。通过星管家服务，公司打通了建材企业到终端消费者，掌控了销售到安装维护的商业链条，以增值服务提升了产品溢价。2013年以来公司毛利率迈上新台阶，2013-2023年PPR产品毛利率中枢56.7%，综合毛利率43.9%，较2013年以前毛利率中枢分别提升11.5、8.1pct，综合毛利率水平明显高于同行竞争对手（参考1.3节阐述）；同时管材产品盈利稳定性亦明显提升（2013-2023年公司综合毛利率标准差为0.03，同期同行主要竞争对手标准差均值为0.04）。另一方面，“星管家”服务增强了客户粘性，同时服务过程中积累的相关数据等也是未来开展其他相关业务的一笔重要财富。

图表33：公司 PPR 毛利率与综合毛利率变化



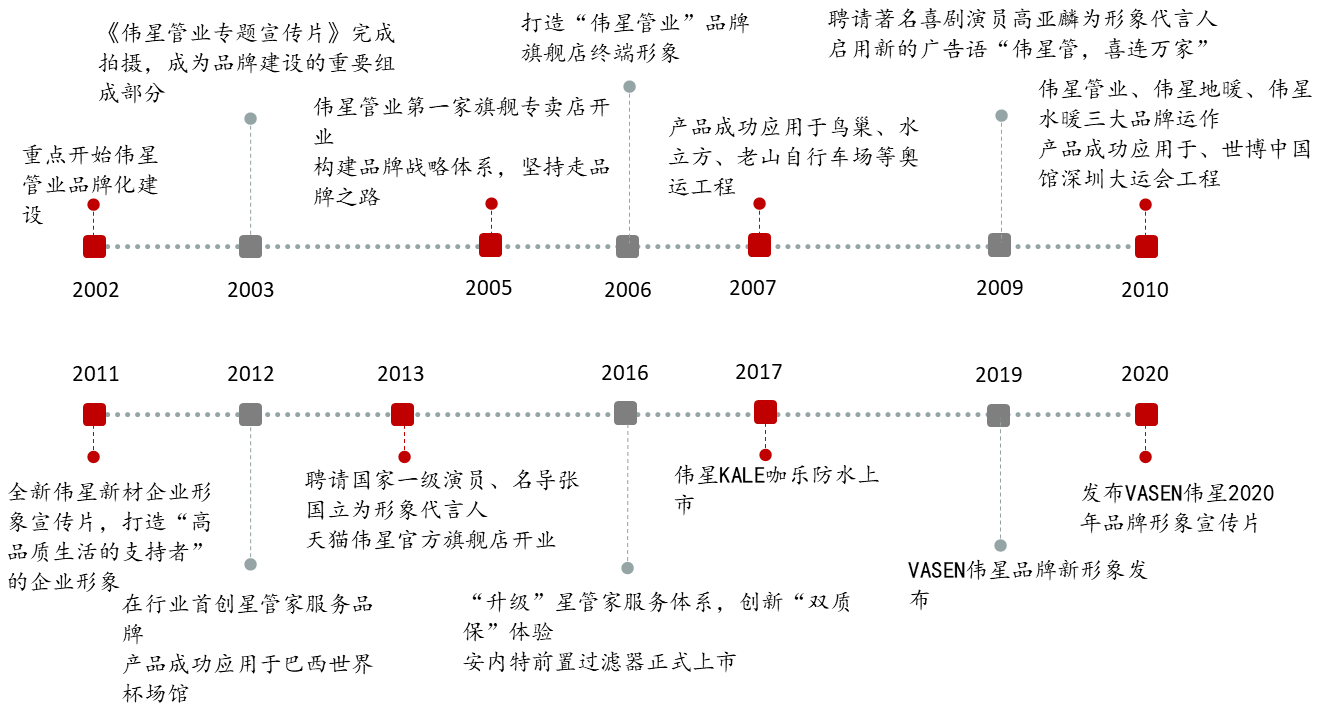
资料来源：Wind，公司公告，国联民生证券研究所

图表34：公司与同业近十年毛利率标准差



资料来源：Wind，公司公告，国联民生证券研究所

图表35：公司品牌建设历程



资料来源：公司官网，国联民生证券研究所

### 3.3 “同心圆”战略有成效，系统集成继续拓宽增长空间

近年持续围绕“同心圆产品链”战略发展，不断扩充产品品类。公司于2016年提出“同心圆”发展战略。公司同心圆战略主要包括两个层次：1) 以 PPR 产品为核心的管道系列产品，包括 PVC 排水管、电线护套管，PE 地暖管、排水管等管材管件以及

相关配件等；2) 防水、净水等同渠道非塑料管道产品。公司自 2016 年推出安内特前置过滤器布局净水领域，2017 年在试点市场以“产品+施工”模式开始推广咖乐防水产品，2019 年成立伟星净水公司。目前公司防水业务以咖乐 (KALE) 防水品牌运作，主要产品包括防水涂料、堵漏宝、瓷砖胶、美缝剂等；净水业务以伟星净水品牌运作，主要产品包括前置过滤、中央净水机、中央软水机、管线机、末端净水机、台面机等。

图表 36：公司代表防水产品



资料来源：公司官网，国联民生证券研究所

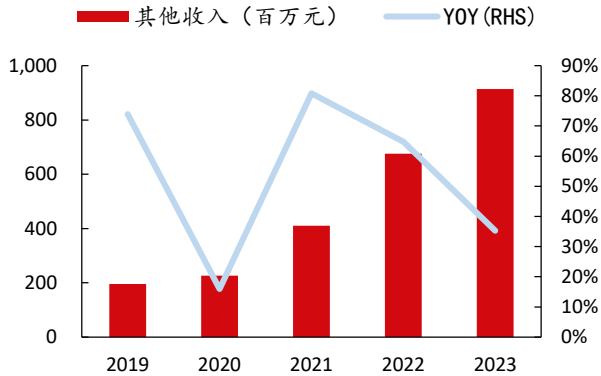
图表 37：公司代表净水产品



资料来源：公司官网，国联民生证券研究所

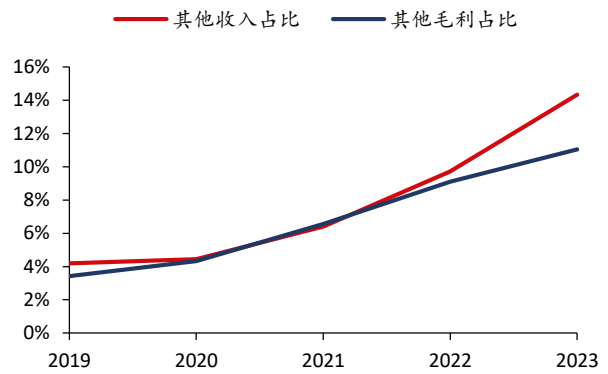
“同心圆”卓有成效，其他收入 2019-2023 年收入 Cagr+47%。同心圆战略借鉴了拓展产品和公司优势产品的几方面共通之处，包括：1) 技术相通：从技术上来讲，防水产品与 PPR 管道都属于高分子材料，技术相通，公司在此方面已有深厚的研究积累；2) 渠道相通：家装管道与防水、净水属于安装前后道工序，家装防水是安装管道的下一道工序，而净水设备则在购买管道时即可提前规划安装位置，防水、净水产品均可与管道配套销售，渠道协同性较好；3) 星管家的“产品+服务”模式可复制推广：星管家目前主要匹配管道安装后的验收服务，也可在服务过程中发挥协销作用。此前公司在 PPR 管道的星管家模式上已经积累大量经验，防水净水业务可沿用此模式进行快速推广。对于客户来说，使用来自伟星品牌的管道、防水及净水产品可以有效避免来自不同产品间的责任推诿，售后工作更好协调对客户有重要吸引力。近年来公司防水净水产品成长迅速，2023 年防水等其他产品收入 9.1 亿元，yoy+35%，2019-2023 年 cagr+47%。

图表38：公司其他收入及增速



注：“其他”包括公司防水、净水等产品；  
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图表39：公司其他收入及毛利占比



注：“其他”包括公司防水、净水等产品；  
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

**“同心圆”战略升级为“系统集成”，户均额有提升空间，进一步拓宽公司成长空间。**

公司于2022年1月收购新加坡捷流、2023年3月收购广州合信方圆（曾为新加坡捷流的中国总经销）、2023年9月收购浙江可瑞。捷流公司是一家专业从事排水系统设计与施工服务的集成系统运营商，亚太地区领先的排水管理专家，也是全球虹吸排水领域的佼佼者和技术领导者。浙江可瑞是国内舒适家居行业具有影响力的集成服务商之一，盈利模式是通过代理合作各类优质品牌产品，整合对外提供舒适家系统交付与服务。公司通过收购方式快速补全排水产品链、完善产品矩阵，同时两家公司的收购助力公司加快提升系统集成设计和服务能力。公司2014年首次明确提升产品系统集成供应能力，目前公司的系统集成主要分成水系统和舒适家系统，从单一产品销售转型为提供一整套系统解决方案。通常100平米的房屋，因房屋结构和设计不同，使用公司PPR管道大概需要1,000-2,000元，若客户选择采购全品类伟星系列产品，户均额预计最高可达到上万元。

图表40：新加坡捷流、浙江可瑞公司概况

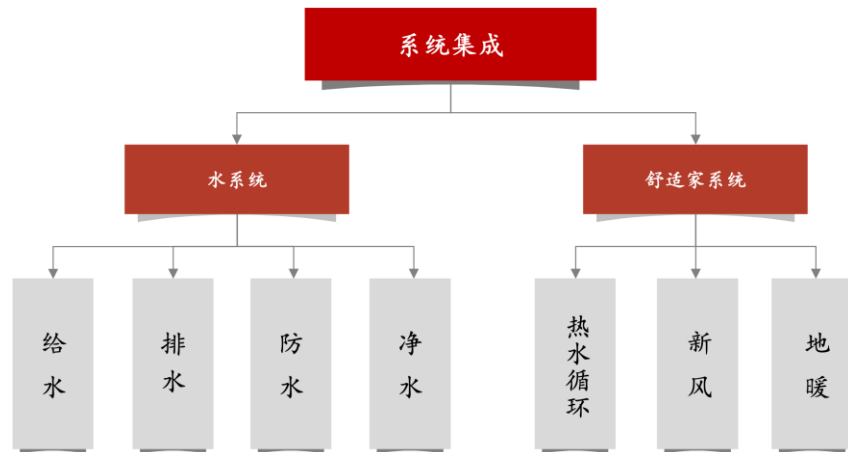
公司名称	市场地位	主要业务
新加坡捷流	亚太地区领先的排水管理专家，也是全球虹吸排水领域的佼佼者和技术领导者	捷流公司总部位于新加坡，是一家专业从事排水系统设计与施工服务的集成系统运营商，其广泛参与整个东南亚、澳大利亚等屋顶和建筑物雨水排水系统的设计与服务；完成了包括超高层建筑、大型综合体、住宅、工厂、机场、地铁、公路和运动场馆在内的60,000多个系统，为众多大型项目提供了优异的排水管理解决方案，包括北京奥林匹克体育场（鸟巢）、上海浦东机场、新加坡樟宜机场、新加坡演艺中心（榴莲）、新加坡体育场、澳大利亚悉尼机场、黄金海岸希尔顿酒店、马来西亚宾城南海湾、印度尼西亚纳穆棉兰机场、印度新德里机场等各国标志性建筑，在中国市场获得了40项鲁班奖、10多项詹天佑奖；在新加坡获得了SGBP、BIZSAFE、STEVE等多项管理奖项。
浙江可瑞	国内舒适家居行业具有影响	浙江可瑞是贸易服务型企业，特点是轻资产、经营效率高。其盈利模式是通过代理合作各类优质品牌产品，整合对外提供舒适家系统交付与服务，其具有多年专业从事住宅舒适家居系统的定

力的集成服务商之一

制开发与服务能力，具备优秀的系统集成设计能力和完善的全生命周期客户服务体系，专业为用户提供技术领先、健康优质的舒适家居系统解决方案，旗下“中央采暖系统”“中央空调系统”“冷暖热泵系统”“水处理系统”“新风系统”等九大产品系统。目前浙江可瑞已累积服务客户 50,000 多户，是国内舒适家居行业具有影响力的集成服务商之一。核心优势是设计能力强、销售服务好、产品集成化程度高、施工交付能力高效优质等。

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图表41：伟星的“系统集成”业务



资料来源：公司公告、国联民生证券研究所

## 4. 投资建议：给予“买入”评级

### 4.1 盈利预测

**PPR 管道业务：**PPR 管道家装需求增量或主要由二手房与存量房翻新贡献，新房需求占比短期维持主导地位，中长期或逐年有所下滑，我们预计地产家装需求稳中有升。公司 PPR 管道行业龙头地位稳固，预计市场份额提升及较好的盈利水平有持续性，预计 2024-2026 年 PPR 管道收入分别为 30.5/32.0/33.6 亿元，yoy+2.0%/5.0%/5.0%，毛利率均假设为 58.1% (vs 2023 年为 58.0%，同比 2022 年增加 3.5pct)。

**PE 管道业务：**PE 管道下游主要为市政工程，地下管网投资预计有较好增长前景。公司市政工程业务坚持“风险控制第一”原则，调整经营策略，着力开发优质、高潜客户，提升经营质量和抗风险能力。预计 2024-2026 年 PE 管道收入分别为 14.5/15.7/16.9 亿元，yoy-5.0%/+8.0%/+8.0%，毛利率均假设为 30.0% (vs 2023 年为 34.3%，同比 2022 年增加 3.7pct)。

**PVC 管道业务：**城中村改造、老旧小区改造贡献建筑工程需求增量。公司建筑工程业

务优选客户、优选项目，并通过收购新加坡捷流、广州合信方圆加快业务融合和商业模式转型。预计 2024-2026 年收入分别为 7.7/8.4/9.3 亿元, yoy-15.0%/+10%/+10.0%, 毛利率均假设为 21.0% (vs 2023 年为 27.7%, 同比 2022 年增加 12.6pct)。

**其他主营业务：**防水、净水业务借助 PPR 零售渠道进行销售，同时能够复制“产品+服务”商业模式，或维持较高增长。预计 2024-2026 年收入分别为 11.4/14.3/17.9 亿元，分别 yoy+25.0%，毛利率分别假设为 30.0%/35.0%/35.0% (vs 2023 年为 34.2%，同比 2022 年减少 3.1pct)。

**其他非主营业务：**预计 2024-2026 年收入分别为 0.45/0.45/0.45 亿元，毛利率分别假设为 4.0%/4.0%/4.0%。

图表42：公司收入分业务拆分及预测（百万元）

单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>6,388</b>	<b>6,954</b>	<b>6,378</b>	<b>6,455</b>	<b>7,086</b>	<b>7,813</b>
yoy	25.1%	8.9%	-8.3%	1.2%	9.8%	10.3%
综合毛利率	39.8%	39.8%	44.3%	42.0%	42.5%	42.0%
<b>其中：PPR 收入</b>	<b>3,087</b>	<b>3,285</b>	<b>2,990</b>	<b>3,050</b>	<b>3,203</b>	<b>3,363</b>
yoy	27.6%	6.4%	-9.0%	2.0%	5.0%	5.0%
毛利率	55.2%	54.6%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%
<b>其中：PE 收入</b>	<b>1,717</b>	<b>1,781</b>	<b>1,528</b>	<b>1,452</b>	<b>1,568</b>	<b>1,694</b>
yoy	5.8%	3.7%	-14.2%	-5.0%	8.0%	8.0%
毛利率	31.3%	30.7%	34.3%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>其中：PVC 收入</b>	<b>1,018</b>	<b>1,099</b>	<b>900</b>	<b>765</b>	<b>842</b>	<b>926</b>
yoy	38.4%	7.9%	-18.1%	-15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	11.9%	15.1%	27.7%	21.0%	21.0%	21.0%
<b>其中：其他主营收入</b>	<b>410</b>	<b>676</b>	<b>914</b>	<b>1,143</b>	<b>1,428</b>	<b>1,786</b>
yoy	80.8%	64.8%	35.3%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	40.7%	37.2%	34.2%	30.0%	35.0%	35.0%
<b>其中：其他非主营收入</b>	<b>156</b>	<b>114</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
yoy	55.2%	-27.0%	-60.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	8.6%	5.9%	7.9%	4.0%	4.0%	4.0%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图表43：公司利润表主要假设

单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,388	6,954	6,378	6,455	7,086	7,813
yoy	25.1%	8.9%	-8.3%	1.2%	9.8%	10.3%
营业成本	3,846	4,189	3,552	3,743	4,077	4,531

yoy	33.3%	8.9%	-15.2%	5.4%	8.9%	11.1%
<b>综合毛利率</b>	<b>39.8%</b>	<b>39.8%</b>	<b>44.3%</b>	<b>42.0%</b>	<b>42.5%</b>	<b>42.0%</b>
税金及附加	48	58	61	55	60	66
销售费用	597	750	831	932	1,023	1,065
管理费用	338	278	303	345	372	394
研发费用	185	189	202	211	225	232
财务费用	-46	-60	-72	-12	-13	-15
所得税率	14.68%	14.59%	15.63%	14.97%	14.97%	14.97%
<b>净利润</b>	<b>1,228</b>	<b>1,311</b>	<b>1,461</b>	<b>1,071</b>	<b>1,207</b>	<b>1,373</b>
yoy	2.8%	6.7%	11.4%	-26.7%	12.7%	13.7%
<b>归母净利润</b>	<b>1,223</b>	<b>1,297</b>	<b>1,432</b>	<b>1,059</b>	<b>1,194</b>	<b>1,357</b>
yoy	2.6%	6.1%	10.4%	-26.1%	12.7%	13.7%
归母净利率	19.2%	18.7%	22.5%	16.4%	16.8%	17.4%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 64.6/70.9/78.1 亿元，分别 yoy +1.2%/+9.8%/+10.3%，归母净利润分别为 10.6/11.9/13.6 亿元，分别 yoy-26.1%/+12.7%/+13.7%。

图表44：公司盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6954	6378	6455	7086	7813
增长率	8.86%	-8.27%	1.21%	9.77%	10.26%
EBITDA (百万元)	1626	1831	1742	1935	2154
归母净利润 (百万元)	1297	1432	1059	1194	1357
增长率 (%)	6.06%	10.40%	-26.06%	12.70%	13.69%
EPS (元/股)	0.81	0.90	0.67	0.75	0.85
市盈率 (P/E)	14.7	13.3	18.0	16.0	14.1
市净率 (P/B)	3.6	3.4	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	19.5	11.3	9.5	8.3	7.3

注：股价截止 2025/02/17；

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

## 4.2 估值与投资建议

### 4.2.1 绝对估值法

绝对估值法关键参数的选择：

我们假设第二阶段为 6 年，增长率为 6%；永续增长率为 1%；无风险收益率采用最新十年期国债收益率 1.69%

**图表45：绝对估值法参数假设**

估值假设	数值
无风险利率 Rf	1.69%
市场预期回报率 Rm	8.00%
第二阶段年数 (年)	6
第二阶段增长率	6.00%
永续增长率	1.00%
有效税率 Tx	14.97%
Ke	8.56%
Kd	4.08%
Wd	0.40%
WACC	8.54%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

**图表46：绝对估值法敏感性分析**

WACC	永续增长率				
	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%
7.06%	20.94	21.13	21.35	21.59	21.87
7.76%	18.77	18.92	19.08	19.27	19.48
8.54%	16.85	16.96	17.09	17.23	17.39
9.40%	15.14	15.22	15.32	15.43	15.55
10.33%	13.61	13.68	13.75	13.84	13.93

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

**图表47：绝对估值法结果 (百万元)**

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	4,085.32	14.92%
第二阶段	7,507.68	27.42%
第三阶段 (终值)	15,782.5	57.65%
<b>企业价值 AEV</b>	<b>27,375.48</b>	
加：非核心资产	0.00	0.00%
减：带息债务 (账面价值)	7.78	0.03%
减：少数股东权益	167.41	0.61%
<b>股权价值</b>	<b>27,200.28</b>	99.36%
除：总股本 (股)	1,592,037,988.00	
<b>每股价值 (元)</b>	<b>17.09</b>	

资料来源：iFind，国联民生证券研究所

## 4.2.2 相对估值法

公司 PPR 管道龙头地位稳固，市场份额有持续提升机会，且公司拓品类成效显著、渠道持续完善、商业模式持续优化，优化产品结构并提升盈利能力韧性。公司下游家装零售 PPR 市场需求可预见性较高，结合公司极强的战略执行力及定力，公司增长持续性预计较好。可比公司 2025 年 PE 均值、中位数分别为 17.1x、14.2x，结合公司

特征及发展阶段等，我们认为公司较可比公司应给予一定溢价，综合绝对估值法与相对估值法，综合绝对估值法与相对估值法，给予公司 2025 年目标 PE 20x，目标价 15.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表48：可比公司估值情况**

股票代码	公司名称	市值	收盘价	EPS (元/股)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
2128.HK	中国联塑	109	3.52	0.76	0.65	0.73	0.88	4.6	5.4	4.8	4.0
002641.SZ	公元股份	54	4.37	0.30	0.27	0.30	0.33	14.8	16.2	14.6	13.2
002791.SZ	坚朗五金	81	22.88	0.92	0.47	0.81	1.07	25.0	48.9	28.2	21.4
002271.SZ	东方雨虹	309	12.68	0.93	0.64	0.92	1.13	13.6	20.0	13.7	11.2
603737.SH	三棵树	233	44.18	0.33	0.96	1.42	1.78	134.2	45.9	31.1	24.9
000786.SZ	北新建材	492	29.15	2.09	2.47	2.84	3.23	14.0	11.8	10.3	9.0
	平均值							34.4	24.7	17.1	13.9
	中位数							14.4	18.1	14.2	12.2
002372.SZ	伟星新材	191	12.00	0.90	0.67	0.75	0.85	13.3	18.0	16.0	14.1

注：股价截止 2025/2/17；中国联塑市值、收盘价及 EPS 单位为港元，其余为元；可比公司盈利预测来自 wind 一致预期；资料来源：wind，国联民生证券研究所

## 5. 风险提示

**地产需求超预期下行：**公司 PPR 管道下游主要为地产，若地产需求超预期下行，或对公司主营的 PPR 管道业务经营情况造成影响。

**政策推进不及预期：**工程管网建设政策持续加码，需持续关注后续落地情况，若政策落地推进效果不及预期，或影响公司工程业务前景判断。

**原材料价格波动风险：**若原材料价格上涨超预期，或对公司管道业务利润率产生较大影响。



## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 法律主体声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作，国联民生证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联民生证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联民生证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联民生证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联民生证券”）。未经国联民生证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联民生证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联民生证券不因收件人收到本报告而视其为国联民生证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联民生证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联民生证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联民生证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联民生证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联民生证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联民生证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联民生证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联民生证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联民生证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼